CASH
Suplemento económico de
Página/12
Domingo 2 de abril de 1995
Año 5 - Nº 258

El economista –que según asesores muy cercanos a José Octavio Bordón será su candidato a ministro– sostiene que el Plan de Convertibilidad se enfrenta a dos alternativas igualmente negativas: recesión o una peligrosa dependencia del ingreso de capitales.

REPORTAJE A ROBERTO LAVAGNA

"CAVALLO FRACASO"

Alejandro Elías

REPORTAJE

"Hay que explorar cuánto se puede obtener de una mayor tributación a la venta de determinados bienes y servicios."

(Por Marcelo Zlotogwiazda) Afiliado desde joven al peronismo, Roberto Lavagna sorprendió al integrarse al equipo de Sourrouille como secretario de Industria, cargo que abandonó en 1987 con fuertes críticas al "festival de bonos". Luego de casi ocho años en la actividad privada desde su consultora Ecolatina, gente muy allegada a José Octavio Bordón asegura que será el elegido del senador como candidato del Frepaso a suceder a Domingo Cavallo. Lavagna regresó el domingo pasado de una estadía de dos meses y medio en la Universidad de Harvard, adonde fue invitado por el Center for International Affairs como investigador asociado. Además de supervisar como padrino las tesis de varios estudiantes, escribió un trabajo titulado "Lecciones mexicanas": sintéticamente, el *paper* sostiene que el país azteca sufre ahora lo que él denomina "enfermedad mexicana", y que describe como las consecuencias de una política económica que "fue incapaz de reconocer que el exceso de divisas era el resultado de un flujo de capitales de corto plazo de carácter transitorio".

"Cavallo cometió el grave error de inflar artificialmente la demanda; no era sostenible."



–Si en el paper se sustituye la palabra México por Argentina, queda una explicación muy aplicable a lo que sucedió aquí.

–En el plano macroeconómico son dos procesos muy parecidos.

–En el trabajo usted afirma que ese modelo fracasó

–Sí. Porque es incapaz de garantizar de manera sostenida estabilidad y crecimiento. No puede asegurar la simultaneidad de ambos.

–¿El shock de México precipitó el fracaso de Cavallo?

–México acelera y pone en evidencia los defectos del programa de Cavallo. Las fallas ya comenzaron a notarse a partir de fines del 92, cuando en la economía real aparecieron claras señales de fuerte aumento del desempleo, un alza incontenible del déficit comercial y de cuenta corriente, una situación cada vez más compleja en las economías regionales, y un marcado desequilibrio entre la expansión del sector servicios y una performance dudosa en la producción de bienes transables. Además, empezó a notarse un aumento en los indicadores de indigencia en el segundo cordón del Gran Buenos Aires, que hasta entonces habían bajado. Todos estos síntomas fueron poco reconocidos, porque salvo excepciones suele haber mucho desprecio por la economía real.

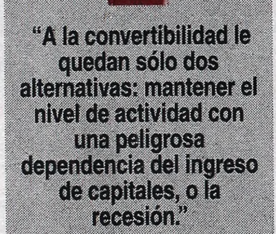
–Cavallo le respondería que en estos cuatro años el Producto Bruto creció a una tasa superior al 7 por ciento anual

–Hay que distinguir recuperación de crecimiento. No hay duda de que hubo crecimiento en el sector servicios, pero en la industria fue apenas una recuperación: según datos de Fiel, la producción industrial per cápita de 1994 fue menor a la de 1987. Algo similar ocurrió con las exportaciones: ahora se está apenas recuperando tendencias previas. En resumen, la expansión tuvo mucho que ver con el sector financiero y de servicios.

–¿Quienes fueron las excepciones que no despreciaron esas señales?

–No quiero hacer nombres porque me olvidaría de algunos. Lo que está claro es que nadie del equipo económico se interesó por esas cosas, y que Cavallo, con su habitual belicosidad, negaba lo que ocurría. Lo de México y su impacto en las finanzas cambió todo, pero los problemas venían de antes. Sin ir más lejos, mientras en 1993 el Banco Central compró en términos netos más de 2.000 millones de dólares, en 1994 tuvo que vender 700 millones.

"Afortunadamente ocurrió lo de México, porque evitó que se profundicen las fallas estructurales del plan."



"A la convertibilidad le quedan sólo dos alternativas: mantener el nivel de actividad con una peligrosa dependencia del ingreso de capitales, o la recesión."

"Hay que aumentar urgentemente el ahorro interno."

"NO HABLO DE POLITICA"

–¿Mantiene su filiación partidaria?

–Sí, al PJ.

–¿El 14 de mayo vota a Menem?

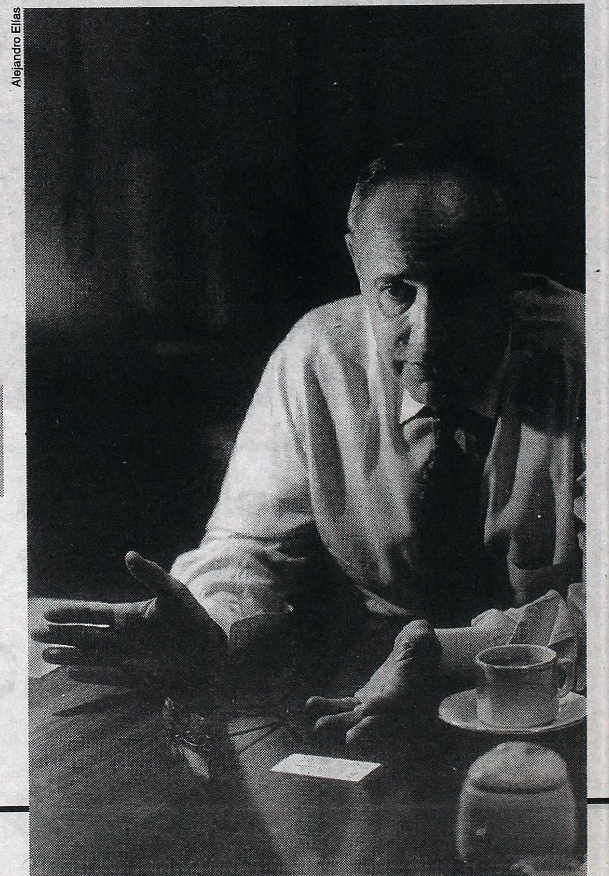
–No quiero hablar nada de política. No voy a responder ninguna pregunta. Sería hacerle un favor a Cavallo, porque tendría la excusa para descalificar mis opiniones como interesadas. Prefiero ceñirme a la economía, diciendo lo mismo que junto a algunos pocos más venimos diciendo desde hace por lo menos tres años.

–Si gana Menem, ¿el modelo es sostenible?

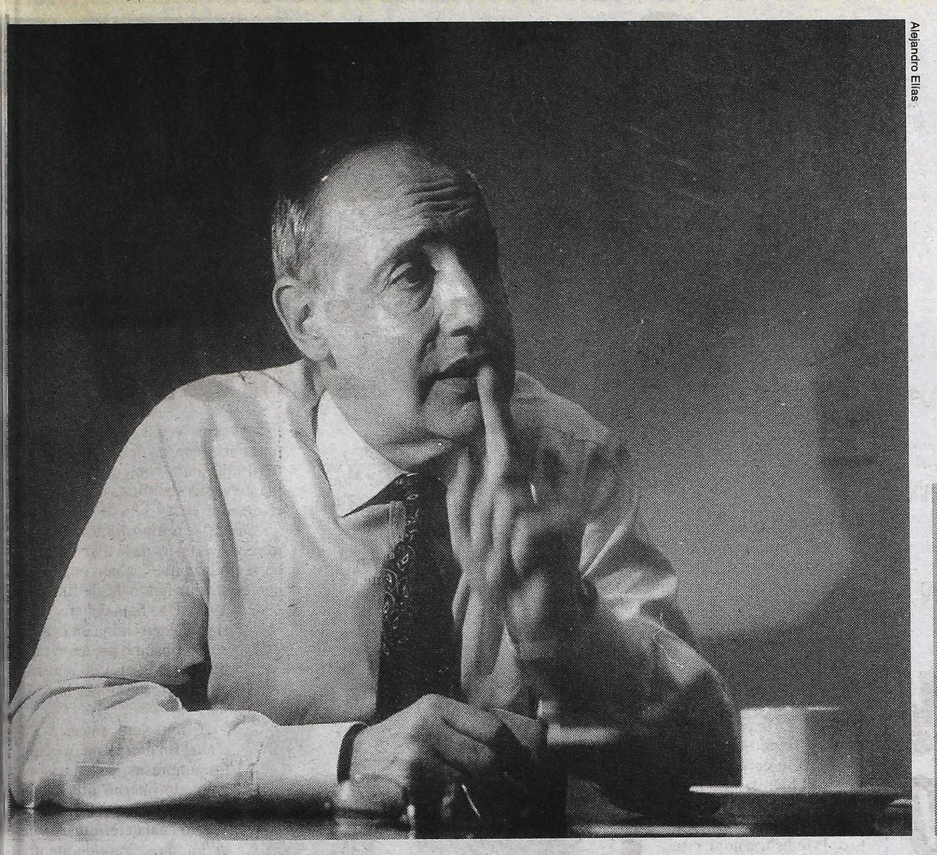
–Sí, pero con un menor nivel de actividad, aún más desocupación, con aumento en la pobreza, con más crisis en las economías regionales, etc. etc.

–Es decir, que la respuesta la tiene la sociedad.

–Sí. Si la sociedad se lo banca, el modelo es sostenible. Pero hay que tener en cuenta que hasta ahora la sociedad vivió en una burbuja, con una bonanza de tres años que no le llegó a todos por igual, pero le llegó a casi todos: a algunos les alcanzó para la licuadora, a otros para la casa, el auto y mucho más. No fue realista, y ésa es la irresponsabilidad que le cabe a Cavallo.



Alejandro Elías


Alejandro Elías

"La Tesorería debería informar semanalmente en el Boletín Oficial todos los pagos que realiza y quién los recibe, con la sola excepción de los sueldos y las jubilaciones: quedarían al desnudo enormes bolsones de corrupción e ineficiencia."

"Hay que eliminar rápido los aportes patronales, aumentar los reembolsos a las exportaciones, subsidiar el financiamiento y mantener la apertura a las importaciones, porque cerrar la economía sería contraproducente."

–¿Qué hubiera pasado si no hubiese habido efecto tequila?

–Las fallas hubieran emergido después del 14 de mayo. Argentina ya había empezado a emitir deuda de corto plazo, igual que México. Afortunadamente que ocurrió lo de México, porque evitó que se profundice la crisis estructural. Sin México hubiésemos llegado a mitad de año con un Estado muy endeudado a corto plazo y a tasas muy altas, igual que en México.

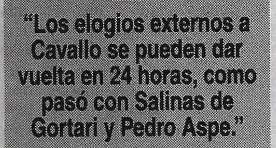
NO A LA DEVALUACION

–¿El plan Cavallo fracasó?

–Sí, sin duda. Con la salvedad de que ha cumplido con creces estabilizar el nivel de precios. Pero todo está sujeto con mucha fragilidad. Insisto en decir que por suerte ocurrió lo de México, porque ahora todos están analizando con seriedad lo que pasó.

"Ante la crisis, Cavallo hizo lo que había que hacer en emergencia, pero nada de eso soluciona los problemas de fondo."

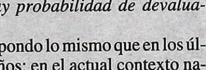
"La devaluación no sirve y debería ser apartada del instrumental."



"Los elogios externos a Cavallo se pueden dar vuelta en 24 horas, como pasó con Salinas de Gortari y Pedro Aspe."

–¿Cómo evalúa la gestión de Cavallo durante la tormenta?

–Hizo lo que había que hacer. Aplicó los ajustes que no hizo antes y eso permitió el inicio de un equilibrio en el corto plazo. Pero nada de lo que hizo soluciona los problemas de fondo. No quiero ni tiene sentido discutir las medidas de corto plazo, porque en la crisis hay que hacer cualquier cosa para resolverla. De todas maneras, algunas de las medidas que tomó son incompatibles con el equilibrio de largo plazo: por ejemplo, la rebaja de reintegros a las exportaciones y el aumento en la tasa de estadística afectan la competitividad externa. Me aterra que aquí se le de tanta importancia a los elogios que está recibiendo Cavallo en el exterior.



–¿Por qué?

–Porque se dan vuelta en 24 horas. (Carlos) Salinas de Gortari (ex presidente de México) y (Pedro) Aspe (ex ministro) pasaron de héroes a villanos. Eran los dos estrellas de los mercados emergentes y se derrumbaron en cuestión de horas.

–¿Hay probabilidad de devaluación?

–Respondo lo mismo que en los últimos años: en el actual contexto nacional e internacional la devaluación no ayuda y debería ser apartada del instrumental. Pero hay que tener en cuenta que los ministros no siempre deciden si se devalúa o no. En México la decisión no la tomó el presidente (Ernesto) Zedillo, sino el mercado. La caída de reservas del Banco Central es el resultado de una decisión del mercado.

"Cavallo está perdiendo la batalla de las exportaciones."

–¿Del poder económico?

–En México, los intereses del poder económico eran antidevaluatorios.

–Le dejará el mercado a Cavallo mantener el 1 a 1?

–Se va a encontrar con que estructuralmente el modelo se enfrenta a dos alternativas: seguir con déficit de cuenta corriente si se mantiene el nivel de actividad, y por ende depender peligrosamente del ingreso de capitales en un contexto internacional desfavorable, o la recesión. Lo que hace falta es replantear el modelo para zafar de esa disyuntiva de hierro. Además, estando en un sistema de mercado los premios y castigos también tienen que aplicarse al sector público. Cavallo cometió el grave error de inflar artificialmente la demanda, viviendo del crédito por encima de las posibilidades. Eso no era sostenible.

PROPUESTAS

–¿Cómo debería ser el replanteo?

–Puedo esbozar algunos lineamientos. Yendo de lo general a lo particular, hay una urgente necesidad de aumentar la tasa de ahorro interno. Para eso se necesita conservar la estabilidad y tener una tasa de interés real positiva.

–¿Con eso alcanza?

–No. También se requiere programas específicos de estímulo, como hay en otros países: estímulo al ahorro joven, al ahorro para fines determinados, etc. Se necesita que los sectores medios ahorren.

–¿Y el sector público: más superávit?

–Es difícil decirlo desde afuera sin tener toda la información. Como principio general, se debería mantener el equilibrio ratificando la metodología recaudatoria de Tacchi; me refiero a la actitud y al esfuerzo y no a una ratificación de la estructura tributaria.

–Abundan los economistas que reclaman reducción del gasto público

–Depende cómo. La Tesorería debería estar obligada a informar semanalmente a través del Boletín Oficial todos los pagos que realiza y quién los recibe, exceptuando nada más que a los sueldos y a las jubilaciones. Eso tendría un fenomenal efecto de transparencia y dejaría al desnudo enormes bolsones de corrupción e ineficiencia. Hace tiempo lo propuse en una mesa redonda, y (Juan) Llach respondió sorprendentemente que para eso estaba el Presupuesto.

–¿En cuanto al comercio exterior?

–En exportaciones hay que hacer un esfuerzo fenomenal, porque los resultados han sido muy negativos y Cavallo está perdiendo la batalla. Es cierto que en los últimos meses cambió la tendencia, pero hay que tener en cuenta que si se hubiese mantenido de la tendencia anterior las exportaciones industriales serían hoy de 7.000 millones, y están apenas en 4.600. Quiero aclarar que para ganar la batalla de exportaciones es imprescindible mantener la apertura, porque cerrar la economía sería contraproducente.

–¿Ni siquiera en bienes de consumo?

"Los ministros no siempre deciden si se devalúa o no."

–Ni siquiera

–¿Cómo se hace para dar esa batalla sin el arma de la devaluación y con márgenes fiscales muy acotados?

–Son acotados pero no inexistentes. Hay que eliminar por completo los aportes patronales y sustituirlos por otra cosa, porque eso mejoraría enormemente la competitividad. Estoy convencido de que hay margen fiscal: si mi meta es exportaciones industriales por 7.000 millones, un reembolso impositivo del 10 por ciento me cuesta 700 millones; si encima subsidio el crédito a la exportación de, por ejemplo 3.000 millones, con una tasa de interés de 4 puntos por debajo de la del mercado, eso me cuesta 120 millones por año. Es un total de 820 millones, es decir mucho menos del medio por ciento del PBI, que es un número perfectamente compatible con el mantenimiento del equilibrio. Sin con un gasto público de más de 50.000 millones por año no se destina a ese fin 820 millones, no es porque no se pueda sino porque no se quiere.

–Hay que sumarle el costo de la eliminación de aportes

–Claro. Pero aún así son montos accesibles. Habría que explorar cuánto se puede obtener un una mayor tributación a la venta de determinados bienes y servicios. Incluso eso favorecería el ahorro porque afectaría el consumo, y no precisamente el consumo de primera necesidad.

–¿Considera que hay posibilidad técnica y política para una estructura impositiva más equitativa?

–La dificultad es política. Tacchi no pudo hacer varias cosas porque no encontró apoyo en el Congreso –donde el lobby es fuerte–, ni tampoco de Cavallo. Creo que es conveniente pensar en impuestos a la venta de ciertos bienes y servicios.



"Debería mantenerse el esfuerzo recaudatorio de Tacchi, pero no la estructura tributaria."

LIBROS



"Final de fiesta - Las cuentas a pagar de Carlos I" es, como título, una apropiada síntesis de lo que ofrece Daniel Muchnik en el cuarto libro que publica sobre el Plan de Convertibilidad y la gestión menemista.

FESTIN DIABOLICO

(Por Marcelo Matellanes) Seguramente el champagne tardará un tiempo en desaparecer del imaginario menemista y mientras tanto pasó de emblema del festín soberbio a paliativo de las penas que no admiten la resaca, porque el voto-licuadora está a milímetros de transformarse en licuación de votos. Los viajes al exterior no son ya para recibir premios, sino por los apremios de la emergencia. Pareciera sin embargo para muchos que semejante monstruo nació el 20 de diciembre de 1994, con el estallido de la crisis mexicana. Otros analistas, por afuera de la fiesta y por adentro de una soledad muchas veces estigmatizada desde la fenomenal negación argentina, vienen llamando a la prudencia desde hace tiempo. Entre ellos, Daniel Muchnik, cuya última obra, *Final de fiesta - Las cuentas a pagar de Carlos I*, de Editorial Galerna se está recién acomodando en los estantes que la crisis todavía deja en pie.

Decir que esta obra es oportuna es casi una obviedad. Sería más apropiado hablar de estricta *coincidencia* entre la llamada de alerta y el estallido, entre la anticipación y la descripción, entre la profecía y el evento. Esta coincidencia habla por sí sola de los méritos del libro, ya que en el momento de sus últimas pruebas de edición debió someterse a la prueba de la crisis. Y su inclusión no mereció más que una prolongación natural de los argumentos, estadísticas y análisis ya contenidos en la obra. Porque como bien señala Muchnik, las crisis suelen ser complejas, pero no son invisibles cuando se apunta a ellas la mirada con la ayuda del *sentido común* y de la *historia*. Dos atributos que toda sociedad que quiera para sí una moneda sólida y estable debe tener indispensablemente. Salvo que las condiciones internacionales le presten temporariamente una frágil y equívoca dosis de ahorro externo. Ese es, según Muchnik, el preludio de esta *fuga* convertible que empieza ya a asumir tonalidades de *réquiem*.

Como señala el autor, entre 1991 y 1993, "los treinta y dos mil millones de dólares que entraron no crearon en la Argentina una mayor capacidad productiva, capaz de motorizar divisas para enfrentar el mayor endeudamiento". Y agrega: "Argentina es más dependiente (que otros países emergentes) de los flujos de capitales porque su balanza de pagos es estructuralmente deficitaria. Y porque parece no haber definido estructuralmente su patrón de *inserción internacional*, industrialmente competitivo". He aquí una de las lecturas más potentes de esta obra, en el sentido de que, a pesar de haber vivido y desperdiciado en los finales de los setenta una situación de sobreliquidez internacional, el país volvió a despilfarrar otra situación de excepción en términos de holgura financiera externa. Mesianismo imperial, soberbia harvardiana e impunidad de élite, en connivencia con las formas más concentradas del poder económico, privaron al país de una fenomenal oportunidad de capitalización industrial y modernidad competitiva.

En otro momento fuerte de su contribución, Muchnik alerta sobre la concentración bancaria y financiera que se viene, y donde los ruidos de las luchas corporativas por la conducción de los fondos de salvataje tapan el origen social de los dos mil quinientos millones de pesos ya usados en salvar un sistema que se desentiende históricamente de su función esencial, cual es el financiamiento de la inversión moderna, productiva y de riesgo. En éste como en tantos otros temas, Muchnik se desespera: "Cavallo no negocia, no busca el equilibrio de posiciones con el que se cruza. No escucha. Subestima a los que no razonan como él".

En cuanto a la dimensión política de los procesos y crisis económicas, cierto es que *Final de fiesta* no alivia la deuda que el periodismo económico, las ciencias sociales y la economía en particular tienen respecto del restablecimiento de las partes de los diferentes actores en este drama. La aparición de *lo político* es episódica, alternante y muchas veces circunscripta a la mera puja de poder al interior del gobierno. No se trata aquí sólo de este libro de Muchnik. Ni siquiera de la sociedad argentina. Es un atributo esencial del propio capitalismo el de refinar su capacidad de ocultar con fantasmagoría económica su visceralidad política. Pero en nuestra sociedad eso se da de manera *perversamente* particular. En este sentido, más allá de la necesidad de esta obra de Muchnik respecto del desmoronamiento de la convertibilidad, "sus libros por venir" en cuanto a la profundización de la caracterización histórica de los sectores empresarios, insinuada ya en *Identidad perdida*, ayudará también a alertar sobre el desmoronamiento social. Ese sí, inconvertible.

"COMENZO LA RECESION"

Un economista de Fiel sostiene que la industria ya ingresó en un ciclo negativo, luego de 18 meses de crecimiento ininterrumpido.

*(Por Abel Viglione *)* Desde la adopción del Plan de Convertibilidad y a medida que transcurrían los meses, los análisis se focalizaban en los problemas de la economía real y de la microeconomía de las empresas (reducción de costos). El shock externo que se enfrentó (México) determinó la adopción de un conjunto de medidas con el objetivo de neutralizarlo y revertir el problema de desconfianza generalizada que se había generado.

¿Qué efecto tienen las mismas sobre el nivel de actividad industrial de 1995 y principalmente durante el primer trimestre del presente año?

Para contestar esta pregunta veamos el punto de partida.

El Indice de Producción Industrial –IPI– de cada trimestre respecto a igual período del año inmediato anterior ya acumula una expansión de *18 trimestres consecutivos*, siendo el punto de partida el tercer trimestre de 1990. Si bien la tasa de expansión comenzó a disminuir en 1994, para el conjunto de la industria no se visualizó un proceso recesivo.

Abel Viglione.

¿Qué sucedió durante el primer bimestre de este año?

La producción industrial continuó creciendo: el primer bimestre de 1995 resultó un 2,2 por ciento superior a igual período de 1994. Cabe resaltar dos aspectos:

1. La producción industrial de febrero fue superior a la de enero pese a las restricciones de crédito que enfrentaron las empresas a partir de ese mes. De acuerdo con los números del IPI la restricción crediticia no tuvo efecto durante dicho mes.

2. Continúan liderando el crecimiento de 1995 los productores de bienes intermedios exportables, al igual que en el segundo semestre de 1994. Claramente los bienes de consumo durables y algunos no durables han sido desplazados del lugar de líderes del crecimiento como en el pasado.

¿Cómo sigue la película de febrero en adelante? Depende del resultado de las medidas fiscales y financieras dispuestas. Me explico:

a) con las medidas financieras anunciadas se otorga a las entidades financieras un mayor grado de solidez y liquidez en el corto plazo, a la vez que deberían recrear la confianza en el sistema bancario;

b) con las medidas fiscales se intenta alcanzar la nueva consistencia fiscal de largo plazo, esto es cobrar más impuestos para financiar la amortización de la deuda.

Es indudable que la mayor liquidez de corto plazo que podrán obtener las entidades financieras no se traducirá en una restitución inmediata del crédito; es muy posible que los bancos continúen privilegiando su decisión de hacer caja ante la posibilidad de eventuales retiros, que colocar crédito. Por lo tanto, la situación de falta de crédito vista durante marzo se repetiría probablemente en abril y mayo. Esto afectará el capital de trabajo de las grandes y pequeñas empresas; principalmente a estas últimas que serán desplazadas por las más grandes del poco crédito disponible.

Asimismo, se verán más afectadas las empresas que mayor proporción de sus ventas destinen al mercado interno, dado que el producido de las exportaciones será fácilmente cobrable a diferencia de lo que se destine al mercado interno.

Por otro lado, la reimplantación parcial de los aportes patronales al sector industrial elevará los costos de esas empresas, lo que deteriorará su rentabilidad y por lo tanto elevará el riesgo crediticio de las mismas.

Se puede marcar un elemento favorable a las empresas: la moratoria impositiva y previsional anunciada. Sin embargo, para poder aprovechar esas facilidades acordadas será necesario disponer de liquidez, situación difícil en el actual contexto.

Hasta ahora se ha visto el lado de la oferta; queda la demanda. Un dato alentador es que la demanda externa no tiene razón de disminuir; más aún, pude aumentar si Brasil mantiene su estabilidad. Un dato desalentador es la caída de la demanda interna (consumo doméstico) como consecuencia de la disminución de la riqueza que las personas vienen experimentando desde fines de 1994. Una baja del stock de riqueza determina una caída en el consumo presente (aumento de la tasa de ahorro) a fin de recomponer la misma.

¿Cómo será entonces el ciclo? En una primera etapa las empresas dedicadas al mercado interno liquidarán stocks para hacerse de liquidez, lo cual determinará una *deflación*. Paralelamente, con esa liquidación reiniciará el ajuste de sus costos (incluido el salarial) y reducirán sus planes de producción por problemas de liquidez y de caída de la demanda. Dentro de este grupo se encuentra la mayoría de las empresas productoras de bienes durables y algunos alimentos y bebidas. Mayor será la retracción cuanto mayor dependa el producto del crédito en el mercado minorista (bienes durables). Las empresas con alta participación de ventas al mercado externo (principalmente los productores de commodities) también sufrirán una caída de la rentabilidad (vía el aumento de aportes patronales), pero dispondrán de mayor tiempo para realizar su ajuste de costos dado que, en principio, dispondrán de mayor liquidez.

Por lo tanto, la aplicación de estas medidas tendrá efectos dispares según: a) el sector de actividad económica; b) el tamaño de la empresa; c) el mix de ventas (mercado interno y externo); y d) la necesidad de financiación al consumidor final.

¿Qué fase del ciclo estamos transitando actualmente? Algunos sostienen que ya comenzó el proceso recesivo necesario para que se produzca el cambio de precios relativos, única forma de ajuste en los programas de estabilización con tipo de cambio fijo. Otros, que ya *nos encontramos* en una profunda recesión. Personalmente coincido con los primeros. Si bien la producción industrial del primer trimestre de este año puede resultar superior o igual a la de igual período de 1994, el del *segundo trimestre seguramente resultará inferior*.

Por último, nuevamente el gobierno ha puesto la carga de la reducción del gasto (aumento de ahorro) sobre el sector privado. La reducción del gasto público, dispuesta en febrero ($ 1000 millones), es insignificante respecto de la que deberá realizar el sector privado. Me pregunto: ¿cuándo el Gobierno iniciará su reducción del gasto?

** Economista de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (Fiel).*


Tony Valdez

Guillermo Calvo

Guillermo Calvo, el economista argentino que anticipó la debacle mexicana, pronostica que la recesión impedirá que Cavallo recaude lo suficiente para equilibrar las cuentas fiscales, lo que provocará desconfianza en los inversores extranjeros y, consecuentemente, resentirá el ingreso de capitales.

CRISIS

CALVO LA VE NEGRA

(Por Maximiliano Montenegro) Días atrás, un economista *adémico* de prestigio internacional lexionó de la siguiente manera an- un selecto auditorio no menos acamico. "Imaginemos una economía ya evolución puede ser explicada r una situación de equilibrio en dos ríodos. En el primero, el gobierno plementa, presionado por el FMI, severo ajuste fiscal con suba de puestos para conseguir financiaiento y enfrentar los vencimientos su deuda. En última instancia, lo e se pretende es recuperar la coninza de los inversores extranjeros ra que sigan apostando en el país. ro resulta que, en el segundo períio, el gobierno no tiene la capacid de recaudar lo suficiente para alnzar el equilibrio fiscal, debido al pacto negativo del ajuste anterior bre la economía real. Entonces, la sconfianza aumenta y el crédito exno se corta."

Guillermo Calvo, el mismo econosta superortodoxo que se volvió faoso por haber anticipado la deba- mexicana, se refería a la econoa argentina de las últimas semas. Semejante razonamiento hubiepuesto los pelos de punta a los *po-* empresarios que lo escucharon ntamente tres días antes, y a los ales sus multimillonarias deudas en lares los obliga a jugar el rol de ncipales aliados del Plan Cavallo. lo el ámbito más íntimo de la Faltad de Ciencias Económicas de la BA permitió a quien se caracterizó r la mesura en sus declaraciones públicas acerca de la convertibilidad, despacharse con alguna de sus dudas más serias.

La idea de que el *cocktail* "efecto tequila más aumento de impuestos" puede hacer que la economía se deslice por el togobán, arrastrando a una recaudación fiscal superdependiente del nivel de actividad, no está lejos de la realidad. Por ejemplo, los analistas privados pronostican para este año una recaudación, como mínimo, 3000 millones de pesos menor a la que figura en los números que el Gobierno logró *consensuar* con el Fondo. Sólo en concepto de IVA, las principales consultoras prevén ingresos entre 1300 y 2300 millones de pesos inferiores a la meta oficial. Las diferencias se explican porque mientras las cuentas de Cavallo se elaboraron suponiendo que el Producto Bruto Interno aumentará un 3 por ciento, los analistas consideran que, en el mejor de los casos, se mantendrá estancado. Además, en el Ministerio de Economía esperan seguir reduciendo la evasión, cuando todo el mundo sabe que con una economía en el congelador es mucho más difícil cobrar impuestos.

La preocupación de Calvo se complementa con lo que viene temiendo Daniel Heymann, investigador de la CEPAL (Comisión Económica para América Latina), desde que los capitales le dijeron "chau" a América latina y dejaron súbitamente a la convertibilidad volando sin combustible.

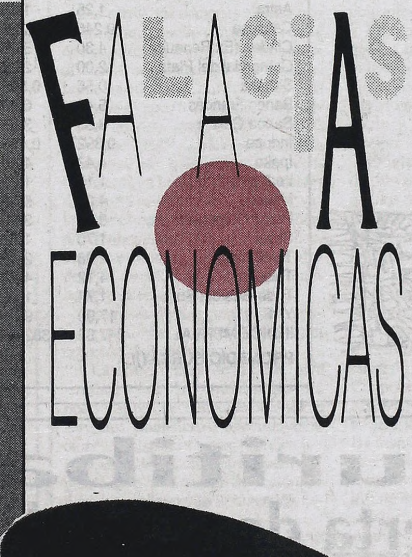
Heymann opina que el *exceso de optimismo* fue perjudicial en la etapa de reactivación fácil del plan: la gente gastó –y se endeudó– como si éste fuera un país de 8000 dólares per cápita. Por eso cree que el Gobierno debería haber tomado algún recaudo para aminorar la burbuja consumista que impulsó la lluvia de capitales desatada entre 1991 y 1993.

Ahora, dice Heymann, el problema puede llegar a ser el *exceso de prudencia*. ¿Qué pasa si la recuperación de la economía depende del retorno de los capitales, pero ellos a su vez esperan que la economía se reactive para regresar? La respuesta es sencilla: la recesión será más profunda de lo que se prevé.

El "modelo Calvo-Heymann" desnuda lo mal que jugó el Gobierno con lo que los economistas denominan el *ciclo económico*. Cuando la economía iba viento en popa, el optimismo oficial llevó a reducir impuestos y aumentar el gasto, acelerando un *boom* que no le permitió darse cuenta de que el equilibrio fiscal de entonces sólo era sostenible en una economía en expansión. Ahora que la recesión golpea a las puertas de la convertibilidad, el Gobierno le imprime todavía más fuerza elevando la carga impositiva y compromete, sin quererlo, sus posibilidades de recaudación.

LAS CORRIDAS BANCARIAS

Por Jorge Schvarzer





Los bancos son instituciones tradicionales. Ellos son tan naturales en nuestro medio que la mayoría de la población tiende a tomarlos como un dato de la realidad, como una cosa dada, sin preguntarse por su *modus operandi*. Hasta que un rumor, o una inquietud, atraviesa el mercado y el público responde a esas versiones buscando cómo sacar sus fondos de ellos.

Los bancos reciben el dinero del público para darle otros usos. Si simplemente lo guardaran en sus cajas de seguridad, su actividad no sería rentable o bien no tendría sentido. Ellos lo prestan o lo utilizan para comprar títulos (que es otra forma de crédito) con la convicción, surgida de una larga práctica, de que los depositantes no retirarán su dinero en el ínterin. Eso explica que los bancos tomen depósitos a la vista o a plazos de 30 días, y presten el dinero por períodos de varios meses o años. La experiencia supone que los depositantes renovarán sus imposiciones de modo que los períodos de depósito se compensen con los de créditos.

En otras palabras, los bancos funcionan sobre la base de la confianza, o la fe, de la sociedad. Ellos no necesitan guardar todo el dinero que supuestamente reciben por los plazos que le solicitan porque en el conjunto de operaciones permanece siempre una masa de fondos que queda a su disposición. Hasta que la cadena se rompe. Si, por alguna razón, la gente desconfía y comienza a retirar el dinero, se produce un efecto inesperado para la mayoría: la banca comienza a encontrar problemas para devolver ese dinero. La percepción de esa situación por los ahorristas provoca mayor desconfianza y, por lo tanto, nuevos retiros de fondos. El círculo vicioso es conocido como el de las profecías que se cumplen a sí mismas: en efecto, si todos creen que los bancos no tienen fondos y quieren extraer los suyos antes de que se agoten, van a provocar, precisamente, aquello que suponían.

Las crisis bancarias no son más que la evidencia de lo normal; es decir, que la banca no tiene el dinero que se supone que tiene porque su negocio es hacer otra cosa con él. En un sistema basado en la confianza, el desplome de ésta implica el agotamiento de los fondos. El fenómeno puede precipitarse cuando las autoridades, por error o dogmatismo, aplican medidas adicionales que acrecientan la desconfianza social.

Cualquier parecido con la situación que está viviendo la banca argentina es algo más que pura coincidencia. Es la prueba flagrante de que el sistema se ha movido hasta los límites de lo posible y que, si no regana la confianza, se encontrará con el efecto de las profecías que se cumplen a sí mismas y que en este caso se conocen como las corridas bancarias.

FINANZAS

El Buen Inversor

NO LOS UNE EL AMOR

(Por Alfredo Zaiat) Domingo Cavallo no se ruboriza al afirmar que la crisis se ha superado. Por su parte, Roque Fernández minimiza la espectacular corrida de depósitos y, pese a que sabe que las cifras no le dan la razón, sostiene que las reservas no bajaron mucho. Los banqueros y economistas comprometidos con el actual modelo, en tanto, se cuidan de no echar más nafta al fuego y tras ese objetivo suavizan la profundidad de la crisis. Pese a ese engañoso voluntarismo, los números del descalabro financiero son alarmantes: la fuga de depósitos en pesos y en dólares alcanza a los 7700 millones y las reservas de libre disponibilidad bajaron 6053 millones de dólares desde el 10 de enero. Tendencia negativa que pese a leves repuntes en algunos días todavía no se ha revertido.

El exagerado entusiasmo que han manifestado funcionarios y banqueros a partir de los anunciados créditos del exterior y de la suscripción del Bono Argentina no se compadece con el hasta ahora nulo ingreso de dólares a las arcas oficiales. En realidad, Cavallo y Fernández apuestan a que la promesa de una catarata de dólares que recibiría el Gobierno –recién en la segunda quincena de abril podrán contar con desembolsos de envergadura- pueda modificar el comportamiento de la mayoría de los depositantes. Hasta ahora con esa estrategia lograron que los grandes inversores detengan su fuga y retornen parte de sus capitales para constituir colocaciones en pesos. Y que los brokers extranjeros regresen tímidamente al recinto bursátil, que pese a esa prudente participación ha sido suficiente para alentar una interesante recuperación de las cotizaciones. Más difícil les resulta convencer a los pequeños y medianos ahorristas que siguen retirando sus plazos fijos en dólares. El acelerado trámite para aprobar el proyecto de ley que modifica la Carta Orgánica del Banco Central y le encomienda establecer un sistema de garantía de los depósitos privado apunta a tranquilizar a esos ahorristas. Pero lo que no dice Fernández es que ese seguro recién empezaría a funcionar en el segundo semestre del año y que por ahora es una iniciativa que está en pañales.

Domingo Cavallo, Roque Fernández, los banqueros y los economistas comprometidos con el modelo intentan minimizar la gravedad de la crisis. Sin embargo, la evolución de los depósitos y reservas desmiente tanta prudencia.

No menos importante en esta profunda crisis financiera es la pérdida incesante de reservas de libre disponibilidad. No hubo un sólo día en marzo en el cual el Banco Central no haya registrado una caída de reservas: en el mes el drenaje alcanzó la friolera de 2954 millones de dólares. Esta espectacular sangría obligó al Central a incorporar día a día más títulos públicos en las reservas para respetar la relación 1 a 1: casi 2300 millones de dólares en bonos están apuntalando la convertibilidad. Es decir, que los pasivos monetarios (el dinero en circulación más los dólares de los bancos depositados en el BC en concepto de encajes) están respaldados con un 17,3 por ciento en títulos públicos.

La situación es más preocupante si se contabiliza exclusivamente los dólares disponibles para comprar el dinero en circulación. Nadie se imagina que ni en un caso extremo Cavallo se atrevería a vender los 1650 millones de dólares en oro o que entregará títulos públicos por pesos para salvar a la convertibilidad. Entonces lo relevante son los dólares billetes, y en las bóvedas del Central descansan *apenas* 8483 millones, suma que serviría para rescatar *sólo* el 69 por ciento del circulante en poder del público en una hipotética dolarización de la economía.



TASAS

	VIERNES 24/3 en $	VIERNES 24/3 en u$s	VIERNES 31/3 en $	VIERNES 31/3 en u$s
	% anual		% anual	
Plazo Fijo a 30 días	21,3	10,3	19,4	11,9
a 60 días	21,5	10,5	21,2	10,5
Caja de Ahorro	4,0	2,7	4,1	2,8
Call Money	8,5	8,0	12,0	9,0

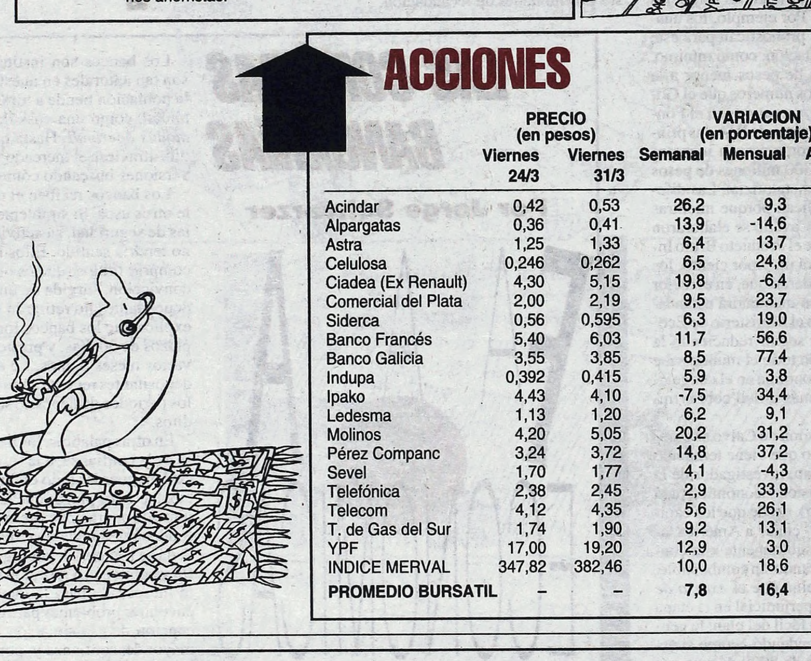
NOTA: Todos los valores son promedios de mercado y para los plazos fijos se toma la tasa que reciben los pequeños y medianos ahorristas.

LOS PESOS Y LAS RESERVAS DE LA ECONOMIA

(en millones)

	en $
Cir. monet. al 29/3	10.361
Depósitos al 28/3	
Cuenta Corriente	3.185
Caja de Ahorro	2.551
Plazo Fijo	3.985
	en u$s
Reservas al 29/3	
Oro y dólares	10.133
Títulos Públicos	2.291

Nota: La circulación monetaria es el dinero que está en poder del público y en los bancos. Los montos de los depósitos son una muestra realizada por el BCRA. Las reservas están contabilizadas a valor de mercado.



ACCIONES

	PRECIO (en pesos) Viernes 24/3	Viernes 31/3	VARIACION (en porcentaje) Semanal	Mensual	Anual
Acindar	0,42	0,53	26,2	9,3	-40,8
Alpargatas	0,36	0,41	13,9	-14,6	-40,6
Astra	1,25	1,33	6,4	13,7	-19,4
Celulosa	0,246	0,262	6,5	24,8	-21,8
Ciadea (Ex Renault)	4,30	5,15	19,8	-6,4	-41,1
Comercial del Plata	2,00	2,19	9,5	23,7	-14,1
Siderca	0,56	0,595	6,3	19,0	-19,6
Banco Francés	5,40	6,03	11,7	56,6	-8,6
Banco Galicia	3,55	3,85	8,5	77,4	-3,8
Indupa	0,392	0,415	5,9	3,8	-24,6
Ipako	4,43	4,10	-7,5	34,4	-1,9
Ledesma	1,13	1,20	6,2	9,1	-22,1
Molinos	4,20	5,05	20,2	31,2	-9,1
Pérez Companc	3,24	3,72	14,8	37,2	6,5
Sevel	1,70	1,77	4,1	-4,3	-52,8
Telefónica	2,38	2,45	2,9	33,9	-4,9
Telecom	4,12	4,35	5,6	26,1	-11,2
T. de Gas del Sur	1,74	1,90	9,2	13,1	1,1
YPF	17,00	19,20	12,9	3,0	-7,6
INDICE MERVAL	347,82	382,46	10,0	18,6	-16,9
PROMEDIO BURSATIL	–	–	**7,8**	**16,4**	**-12,0**

DOLAR

(cotización en casas de cambio)

Viernes ant.	1,0030
Lunes	1,0030
Martes	1,0030
Miércoles	1,0030
Jueves	1,0030
Viernes	1,0030
Variación en %	–



ME JUEGO

ROBERTO GALVEZS
Vicepresidente de la Sociedad de Bolsa SUD ACCIONES Y VALORES

–¿Cuándo piensa que se superará la crisis financiera y bursátil?

–Creo que las medidas económicas que se tomaron oportunamente permitirán sortear con éxito la crisis actual. Obviamente que faltan algunos meses para que la situación vuelva a la normalidad, pero no tengo dudas de que vamos a salir. De todos modos, creo que la resolución de la crisis está supeditada al resultado de las elecciones presidenciales de mayo próximo. Si bien los depósitos han dejado de bajar, no empezarán a recomponerse al nivel de diciembre pasado hasta que no se despeje el horizonte político.

–¿Cómo se resolverá la crisis bancaria?

–Si un banco del interior sufrió importantes retiros de depósitos por falta de confianza y si resulta absorbido por una entidad líder, rápidamente los depósitos retornarán al banco. Este caso hipotético demuestra que lo que está sufriendo el mercado es una grave crisis de confianza. Hay que ver si los bancos líderes quieren asumir un mayor protagonismo en el interior. El Banco Central va a tener que esforzarse para que los líderes ocupen plazas que no son tan rentables.

–¿Qué está pasando, en tanto, en el mercado bursátil?

–Así como se devaluaron exageradamente los papeles cuando los inversores extranjeros se fueron del mercado local, ahora se están recuperando lentamente con el retorno de esos capitales. El mercado bursátil es más ágil que el bancario para recuperar confianza. El reingreso de capitales del exterior se refleja en el aumento de los volúmenes y de las cotizaciones. Creo, sin embargo, que la evolución de las acciones y títulos públicos también ha quedado atada a la confirmación de la continuidad en la estabilidad política.

–¿Existen dudas en la City acerca del resultado de las elecciones?

–Los operadores temen en caso de que se arribe a un ballottage. Nadie duda de que Menem será el candidato que saque más votos, pero todavía no está claro qué puede pasar en el caso de un ballottage para definir el presidente.

–¿Qué perspectivas tienen las acciones en el corto y mediano plazo?

–Todo estará condicionado al tema político. Si resulta claro quién será el ganador y se confirma el actual equipo económico, las acciones registrarían una fuerte suba.

–¿Cómo armaría una cartera de inversión?

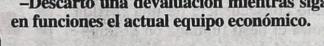
–Para un inversor con 100 mil pesos y que mantiene el portafolio hasta fin de año colocaría un 50 por ciento en plazo fijo en pesos a 30 días en un banco de primera línea, un 30 en acciones (me gustan las eléctricas) y un 20 por ciento en Bónex '89.

–¿Cuándo piensa que la economía podrá funcionar sin convertibilidad?

–Creo que tienen que pasar por lo menos 10 años de convertibilidad para que la economía pueda andar sin muletas. Una hiperinflación tarda muchos años en superarse. La convertibilidad asegura una recesión más leve y un menor caos social que una devaluación. Es el menor de los males.

–¿Se juega entonces a afirmar que no se modificará el tipo de cambio?

–Descarto una devaluación mientras siga en funciones el actual equipo económico.





TITULOS PUBLICOS

	PRECIO		VARIACION (en porcentaje)		
	Viernes 24/3	Viernes 31/3	Semanal	Mensual	Anual
Bocon I en pesos	38,00	43,50	14,5	3,6	-20,2
Bocon I en dólares	57,50	62,00	7,8	8,8	-17,9
Bocon II en pesos	28,50	36,00	26,3	20,8	-7,1
Bocon II en dólares	46,80	49,50	5,8	10,0	-18,9
Bónex en dólares					
Serie 1987 (*)	90,00	90,67	0,7	-1,5	-6,4
Serie 1989	86,20	87,00	0,9	4,2	-8,4
Brady en dólares					
Descuento	50,250	53,250	5,0	1,7	-14,0
Par	39,500	41,375	4,4	4,4	-3,5
FRB	50,875	54,125	6,4	5,4	-14,6

Los precios son por la lámina al 100 por ciento de su valor sin descontar las amortizaciones y rentas devengadas.

Un italiano dirige la OMC

LA AGENDA DEL COMERCIO

Finalmente EE.UU. y la Unión Europea eligieron al candidato de esta última región para dirigir por cuatro años la Organización Mundial del Comercio. Sus tareas inmediatas serán vigilar que se cumplan los acuerdos liberalizadores de la Ronda Uruguay del GATT y avanzar donde ésta no pudo.

(*Por Daniel Víctor Sosa*) El favorito de Estados Unidos era Carlos Salinas de Gortari. Pero en los últimos meses su imagen se había empañado notablemente con la crisis mexicana, que muchos le atribuyen haber incubado durante su presidencia. Luego el gobierno detuvo a su hermano por supuesta implicación en el asesinato del secretario general del PRI, Francisco Ruiz Massieu, y un día después retiró su candidatura a dirigir la Organización Mundial de Comercio (OMC). Entonces los funcionarios de Washington acordaron con sus pares de la Unión Europea y dejaron fuera de la carrera al coreano Kim Chul Su: el elegido fue Renato Ruggiero, de 64 años, ex ministro de Comercio de Italia.

De ese modo se quebró el impasse en que se encontraba el año pasado la nueva institución, que desde el 1º de enero sustituye al Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT). El secretario Mickey Kantor informó la clave del acuerdo: los europeos se comprometieron a no sostener a Ruggiero para una reelección después de su mandato que se extenderá hasta 1999.

Durante las duras tratativas previas, la administración de Bill Clinton consideró al ex ministro italiano como un técnico desprovisto de prestigio político y de la influencia necesaria para convertirse en el primer director general de la OMC. Extraoficialmente, sin embargo, lo que se denotaba era el temor de un desequilibrio en favor de Europa en detrimento de los intereses norteamericanos.

Por cierto, las naciones en desarrollo no están del todo conformes con la designación de Ruggiero. Los países africanos argumentaron que el nombramiento de Kim Chul Su –quien contaba con el apoyo de Japón y los países asiáticos– como subdirector, al igual que EE.UU., México y la India marginará aún más la posición de su continente en la entidad. Con la designación del staff directivo, la OMC velará por el cumplimiento de los acuerdos de liberalización del comercio que, según se anunció, supondrán un alza del PBI mundial de 200 mil millones de dólares en el próximo decenio.

La agenda de Ruggiero para asegurar ese rumbo es formidable según coinciden los analistas:

• La primera tarea de la OMC será terminar lo que la Ronda Uruguay no pudo. Esto es, las negociaciones sobre servicios financieros, telecomunicaciones, embarques y otros servicios.

• Luego, la organización deberá ampliar aún más su campo de acción, de forma de cubrir tanto la inversión como el aliento a la competencia en todos los mercados.

• La tercera prioridad será librarse de un riesgo siempre presente. Algunos países liderados por Estados Unidos quieren incluir padrones laborales y ambientales en las reglas de comercio, lo que les daría derecho de punir a los infractores con sanciones comerciales. Esta determinación presupone que los países en desarrollo compiten en forma desleal pero encubre intenciones proteccionistas tras una pantalla de respetabilidad moral.

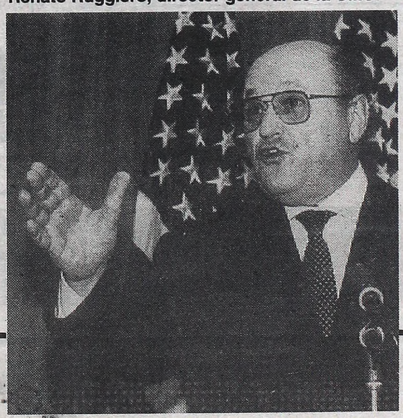
A instancias de EE.UU. también comenzarán a discutirse ciertas prácticas de firmas privadas, todavía fuera de la jurisdicción de las normas del comercio mundial, que siguen entorpeciendo el acceso a los mercados. El Consejo de Asesores Económicos (CEA) del presidente Bill Clinton identificó entre esas costumbres: el control de los canales de distribución, arreglos de ventas exclusivos, descuentos sobre ventas, tenencias recíprocas de acciones y la negativa a realizar negocios, todo lo cual impide la entrada de participantes nuevos.

En Japón, por ejemplo, el hecho de que las barreras varíen de industria a industria y sean a menudo poco claras quiere decir que las negociaciones son en extremo detalladas, específicas por sector y consumen gran cantidad de tiempo.

El informe anual del CEA difundido días atrás agregó que en la medida que las restricciones en los mercados internos impiden las importaciones y crean poder de monopolio, también crean las condiciones para que las firmas lleven a cabo el dumping o la venta de productos por debajo de los precios justos del mercado en el exterior.

Si bien los asesores económicos del gobierno de EE.UU. plantean que la cuestión se trate en la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) durante el encuentro previsto para junio próximo, como parte de las tratativas sobre un acuerdo multilateral de inversiones, también será un tema tomado por Ruggiero ni bien se instale la discusión.

Renato Ruggiero, director general de la OMC.



PERIPLO

ESCLAVOS. El trabajo infantil involucra a 7 millones de menores de edad en Brasil, donde más de 40 mil niños y adolescentes trabajan como esclavos, denunció el sociólogo José de Souza Martins, profesor de la Universidad de San Pablo, durante un seminario realizado esta semana en Río de Janeiro. El académico advirtió que esa práctica ilegal se está diseminando. "Su existencia puede ser comprobada en Minas Gerais, Río y hasta en la propia área metropolitana paulista." DeSouza está preparando un estudio y un archivo de información sobre el problema, con base en declaraciones de esclavos que escaparon de esa situación. El profesor ya registró una base de por lo menos 85 mil personas esclavizadas en la zona rural brasileña en los últimos 20 años, dato reconocido por la OIT, de los cuales la mitad son menores.

CONFISCACION. El Gobierno, dijo De Souza, está consciente de la cuestión y tiene en su poder un informe sobre 483 haciendas en todo el país, muchas de ellas de propiedad de grandes empresas y de grandes bancos. La salida para combatir la vuelta de la esclavitud, a su juicio, sería la confiscación de las propiedades que la practican, "sin indemnización, como ocurre en el caso del cultivo de la droga en general". El académico de la USP consideró que hay una omisión parcial por parte de las autoridades responsables, derivada de la ineficiencia del ministerio del Trabajo en fiscalizar las violaciones de la legislación y de la falta de recursos. Otros países como la India, Pakistán y Mauritania están pasando por la misma experiencia de Brasil y hasta en Estados Unidos surgieron casos de servidumbre, alertó el sociólogo. "La esclavitud por deuda es la más común en Brasil. Es la denominada peonaje y ocurre cuando el trabajador cae en una trampa al endeudarse sin saber que lo está haciendo, para pagar el transporte, la comida y las herramientas por precios que no son los de mercado". De Souza Martins añadió que también existe el tráfico de esclavos, sobre todo del Nordeste hacia las regiones amazónicas y centrooeste.



ENFOQUE

*(Por Claudio Lozano y Roberto Feletti *)* La crisis mexicana pone de manifiesto los límites de Estados Unidos para crear en América latina un "área del dólar", que se articula con sus ciclos de acumulación, y le permita restablecer su propio equilibrio externo. En este sentido, dos fueron las intervenciones que Estados Unidos impulsó a principios de los 90: el Plan Brady y la Iniciativa Bush para las Américas. En el primero de los casos se intentaba resolver la cuestión del repago del capital y los intereses de la deuda externa latinoamericana. Se crearon así las condiciones para un nuevo ciclo de endeudamiento que, objetivamente, tendía a financiar la compra de productos estadounidenses en el marco de la apertura comercial que pregonaba la Iniciativa para las Américas. El diseño se completó con la afluencia de capitales a la región favorecida por un sistema monetario internacional, cuyas características eran: absoluta trasnacionalización de los flujos financieros, elevada privatización de la asignación del crédito externo y ausencia de un poder regulador de la liquidez internacional. Estos rasgos del sistema impusieron un comportamiento errático y volátil (sujeto a opciones de rentabilidad puntual) a los flujos de capital internacional. Los países latinoamericanos ingresaron así en esquemas que tendían a desequilibrar sus cuentas corrientes y debieron recurrir a nuevos niveles de endeudamiento para financiar estos desequilibrios. Sin embargo, no todos lo hicieron del mismo modo.

Chile afirmó su estrategia en la complementación comercial con la economía norteamericana, manteniendo bajo la órbita del sector público y al margen de la privatización aquellas empresas estatales que generaban rentas en divisas (cobre) y regulando el flujo de capitales en base a estrategias productivas concretas. Brasil, por su parte, no encaró el ajuste estructural y siguió fundando su relación con el mundo en la solidez de su desarrollo industrial.

En realidad, México y luego la Argentina se transformaron en los casos paradigmáticos de modelo inducido por Washington. En el caso mexicano el ingreso a este escenario explosivo –de pagar deuda vieja con nueva deuda externa–, se estructuró en torno de un fuerte acuerdo con EE.UU. que reconoce causales comerciales, productivas y geopolíticas. Son estas las claves para comprender la magnitud del salvataje norteamericano a ese país.

La Argentina, tal cual reza el discurso oficial, no es México. Su fragilidad económica es mucho mayor porque la clave en torno de la cual se estructuró el ingreso de capitales y la repentina "confianza de la comunidad internacional" en nuestro país fue un recurso tan potente como transitorio: "las privatizaciones". Si a los fondos, que el balance de pagos exhibe como directamente ingresados para la compra de empresas públicas, se le agrega el financiamiento obtenido por los consorcios que protagonizaron dicho proceso (responsables del 70 por ciento de la deuda privada contraída a través de obligaciones negociables) y las líneas de crédito comercial atadas a la demanda de equipamiento de los operadores extranjeros, que participan del control de las empresas, resulta que más del 60 por ciento de los capitales que entraron en el país, tuvieron que ver, de un modo u otro, con el proceso privatizador. De este modo, lacuasi finalización del desguace del sector público y los límites a la inversión impuestos por el tipo de reconversión productiva desarrollada durante la convertibilidad, marcan el final de una etapa. No sólo por el reflujo de los capitales sino por el agotamiento de las opciones de rentabilidad puntual que atraían a los mismos.

Frente a situaciones de desfinanciamiento externo como las que plantea el nuevo contexto, nuestro país, normalmente, devaluó. Sin embargo, las transformaciones operadas a partir de la convertibilidad limitan esta posibilidad por varios motivos:

> **"La devaluación no constituye una opción, debido al alto endeudamiento en dólares de los grandes grupos locales, porque además dificultaría que el Estado honre los compromisos del Plan Brady y que las empresas privatizadas giren utilidades, y también por el alto componente importado de la producción industrial."**

a) El alto nivel de endeudamiento externo de los principales grupos empresarios locales.

b) La imposibilidad de transferirle al Estado la "nueva deuda", ya que éste sigue afrontando el pago de la "vieja deuda externa".

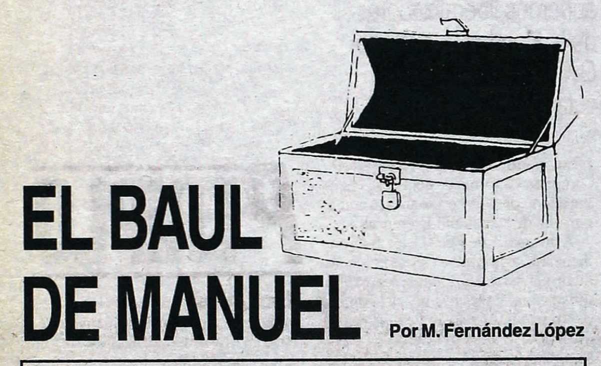
c) Las dificultades que tendría el Estado argentino para cumplir los compromisos del Brady si los dólares resultan más caros.

d) El problema en términos de estructura de costos (equipamiento importado) y remisión de utilidades que se plantearía en las empresas privatizadas con participación de capital extranjero.

e) El carácter de *armaduría* que ha asumido la industria local en el actual marco de apertura que hace que las exportaciones industriales no tradicionales (único sector viable de expandir) contengan una elevada proporción de componentes importados. Por ende, un cambio en la paridad, si bien mejoraría el precio en moneda local, elevaría costos en una importante proporción.

Esas son las razones que determinan que hoy la devaluación no constituya una opción de política económica. Esta sólo podría producirse como consecuencia de una corrida contra el peso fundada en la imposibilidad de procesar políticamente el ajuste que el modelo propone como futuro inexorable. No es el respeto por el salario real ni por la estrategia electoral del Gobierno lo que lo impide. De hecho la fase recesiva en que ingresa la economía, la reducción del gasto público –que a nivel provincial supone cesantías masivas–, el incremento en la tasa de desempleo y las normas de desregulación laboral pretenden lograr la reducción del nivel nominal de salarios. El mismo efecto de la devaluación, pero por otros medios. La fragilidad de la economía argentina no depende de la devaluación que la crisis internacional le imponga o deje de imponerle. Radica, en cambio, en la dificultad de articular la regresividad absoluta que exige el nuevo acuerdo con el FMI, con una perspectiva de profundización democrática.

** Economistas del Instituto de Estudios sobre Estado y Participación (IDEP) de ATE y del Departamento de Estudios del Congreso de los Trabajadores Argentinos (CTA).*



EL BAUL DE MANUEL

Por M. Fernández López

Superman y la kryptonita

Los héroes legendarios, invulnerables por algún bautizo especial, tenían algún punto expuesto, derivado de un error o accidente: Aquiles el talón, por donde lo sostuvo su madre al sumergirlo en la laguna Estigia. Sigfrido su espalda, adonde cayó una hoja de tilo al bañarse en la sangre del dragón Fafnir. Por esos puntos les llegó el fin. ¿Cómo hacer invulnerable a una moneda decadente, que tras varias reformas llegó a perder 10 ceros?; lo mismo eran 10 mil millones de pesos moneda nacional del '70 que un austral en el '90. Otra reforma monetaria le quitó cuatro ceros e identidad al peso, convertido en "vale por un dólar". Billetes de colores, de 6,6 x 15,5 cm imitaron al dólar, aun en sus denominaciones (con billetes de 2 y de 20, monedas de 0,25). La oferta monetaria se limitó a las reservas de dólares. El modelo imitaba al de Hong Kong del '83. Pero Hong Kong es *colonia* y sus *bancos* son sucursales de casas *extranjeras*, prestas a aportar flujos de fondos para mantener la liquidez de las filiales. Aquí nos atamos al dólar, sin el respaldo de la Reserva Federal de EE.UU., y con un Banco Central limitado –no socorre bancos, no es prestamista de última instancia ni garantiza depósitos–. Todos temen quedar sin silla cuando la música cese. Y no son fantasías: están frescos los recuerdos de la plata dulce y el Plan Bónex de este mismo gobierno (¿se reeditará?). Y el propio presidente del Banco Central destacó que el problema bancario es de *liquidez*, no de *solvencia*. Precisamente el depositante sólo piensa en lo primero: recuperar *en el acto el valor pleno* del depósito. La solvencia supone poder convertir activos en liquidez, por ej. al quebrar el banco, y por lo mismo, *dilación* sin esperanza de recuperar *todo*. La solvencia de las entidades, que controla el BCRA, es lo que menos importa al público. Y la liquidez depende de la actitud de los propios depositantes, afecta el *patrimonio* de éstos y es lógico que procuren preservarlo e impedir su disminución, y que retiren depósitos de bancos no confiables que no dan garantías o carecen de otro prestamista que los respalde. El sistema bancario es el punto vulnerable del modelo, que no galvanizó aquel baño en la verde sangre del dragón americano.

BANCO DE DATOS

AURORA

La fábrica de electrodomésticos cumplió con el pago del vencimiento de una Obligación Negociable por 7,5 millones de dólares. Después del incumplimiento de Alto Paraná y de Zanella y de las dificultades que tuvo Acindar para hacer frente al pago de su ON, el mercado quedó muy sensibilizado y atento a cada uno de los vencimientos del resto de las compañías. Aurora abonó su ON, que no tenía cotización pública y que había sido emitida hace un año y suscripta por el Banco WestLB (ex BEAL). Para cumplir con el pago de los 7,5 millones de dólares de la ON, Aurora contó con la refinanciación de una porción de ese pasivo por parte del Banco WestLB, con el apoyo financiero de la banca oficial y con el aporte de fondos propios. Por otro lado, Aurora está compensando la caída de ventas en el mercado interno con una agresiva política exportadora hacia Brasil. En el último trimestre del año pasado vendió al vecino país 8 millones de dólares de heladeras, lavarropas y televisores.

SANCOR

La cooperativa láctea recibió un préstamo de la Corporación Financiera Internacional –subsidiaria del Banco Mundial para atender al sector privado– por 70 millones de dólares. SanCor destinará esos fondos a financiar el plan de inversiones previsto para el período 1995-1999 por un monto total de 197,7 millones de dólares.

INTER-CONTINENTAL

A fines de la semana pasada se inauguró el Hotel Inter-Continental Buenos Aires, de cinco estrellas y con 315 habitaciones, ubicado en el barrio de Monserrat. El nuevo hotel ha sido desarrollado en forma conjunta por Inter-Continental Hotels & Resort, Inter-Río Holding y Alto Paraná Construcciones, la empresa constructora del Grupo Pérez Companc. La inversión total de este emprendimiento alcanzó los 61 millones de dólares.

IAMC

El Instituto Argentino de Mercado de Capitales, con sede en la Bolsa de Comercio, abrió la inscripción para el posgrado de Especialización en Mercado de Capitales, en el marco del Convenio UBA-MerVal-Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Además, el IAMC dictará varios cursos dirigidos a interesados en la actividad bursátil.